

der lieten uitgaan, aangevuld met delen uit het jaarverslag 2008 en het vierdekwartaalbericht van Océ.

Synergieën in productie en productontwikkeling lijken niet voor het oprapen te liggen. De copiers en printers van Canon zijn overwegend kleine goedkope apparaten voor de consumenten- en kantorenmarkt. Daarbij wordt het in de sector algemeen toegepaste model gehanteerd, namelijk dat de apparatuur tegen of onder de kostprijs wordt verkocht en de winst behaald moet worden uit de toners. Slechts de allergrootste systemen voor de professionele kantorenmarkt, bijvoorbeeld de ImagePRESS C6000 met een snelheid van zestig A4'tjes per minuut, komen een beetje in de buurt van wat ze bij Océ onder high volume copiers verstaan.

#### POTENTIEEL VEEL TE WINNEN

De synergieën zullen waarschijnlijk moeten worden gezocht in de sfeer van de marketing, verkoop, distributie en aftersaleservice. Het geografische bereik van Océ kan via het internationale Canon-netwerk nog worden uitgebreid en wellicht laten lokale vestigingen zich samenvoegen. De verkoop- en marketingkosten van Océ bedragen 22 procent van de omzet. Elke procentpunt vermindering werkt direct door in een even grote verbetering van de operationele marge. Potentieel valt hier voor Canon dus veel te winnen maar het is volslagen nattevingerwerk welke marge Canon uiteindelijk na voltooiing van het integratieproces op de Océ-producten zal kunnen behalen.

Zolang het 'paperless office', dat het kopi-

#### OCÉ (OCE.AS)

(bedragen in € mln)	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10T
Omzet	2.653	2.677	3.110	3.098	2.909	2.648	2.500
Brutowinst	1.103	1.072	1.269	1.265	1.091	966	850
Ebit	110	110	102	121	46	-16	-50
Nettowinst	78	79	55	77	2	-49	-100
<b>EV/Balanstotaal</b>	<b>32,0%</b>	<b>27,7%</b>	<b>26,2%</b>	<b>27,2%</b>	<b>25,3%</b>	<b>24,6%</b>	<b>22,5%</b>
Rendement TV	5,2%	4,4%	3,8%	4,8%	1,8%	-0,7%	-2,4%
<b>Rendement EV</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,5%</b>	<b>7,5%</b>	<b>11,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>-20,1%</b>
Ebitmarge	4,2%	4,1%	3,3%	3,9%	1,6%	-0,6%	-2,0%
Nettowinstmarge	2,9%	2,9%	1,8%	2,5%	0,1%	-1,8%	-4,0%
WpA	€ 0,88	€ 0,92	€ 0,63	€ 0,87	-€ 0,01	-€ 0,61	-€ 1,21
Dividend	€ 0,58	€ 0,58	€ 0,58	€ 0,64	€ 0,15	--	--
Gem. uitst. aand. (mln)	83,5	83,7	83,9	84,3	84,8	84,9	84,9
Koers ult. & 29-1-10	€ 11,25	€ 12,11	€ 12,59	€ 12,39	€ 3,14	€ 8,59	€ 8,70
K/W	12,8	13,2	20,0	14,2	--	--	--
Marktkapitalisatie (€ mrd)							0,7

erapparaat naar hetzelfde domein als de vinylplaat en het fotorolletje zal verwijzen, nog even op zich laat wachten, zou die marge ergens tussen de 5 en 10 procent kunnen liggen. Uitgaande van het huidige omzetniveau van 2,6 miljard euro praten we dan over 130 tot 260 miljoen euro.

Laten we voor het gemak eens uitgaan van 200 miljoen euro. Om die potentieel haalbare winst te incasseren behoeft Canon slechts 730 miljoen euro uit te trekken. Afgaande op Canons weerstand om gebruik te maken van vreemd vermogen zal de hele financiering, dus ook de bestaande leningen die Océ inbrengt, waarschijnlijk met eigen vermogen plaatsvinden. De uiteindelijk voor de totale financiering benodigde 1,3

miljard euro kan immers met het grootste gemak uit de beschikbare liquiditeiten worden betaald.

Canons liquiditeiten brengen nu nauwelijks rente op maar ook als we van een financieringsrente van 5 procent uitgaan bedraagt de jaarlijkse financieringslast niet meer dan 65 miljoen euro. De potentieel daarmee te verdienen operationele winst bedraagt, zoals we zagen, het drievoud hiervan. Canon lijkt dus een potentieel heel lucratieve zaak te kunnen doen en onder normale marktomstandigheden zouden aandeelhouders in Océ een aanmerkelijk hogere prijs voor hun aandelen hebben kunnen bedingen. Dat is uiteraard de reden waarom de twee grootaandeelhouders Orbis en Hermes, die respectievelijk 10 en 3,3 procent in Océ bezitten, vooralsnog weigeren op de door Canon geboden 8,60 euro per aandeel in te gaan.

Maar de omstandigheden zijn verre van normaal en een tweede gegadigde die nodig is om een biedingstrijd te ontketenen, lijkt te ontbreken. Dat de overname inmiddels al beklonken is tussen Canon en Océ's voltallige bestuur en dat Canon ook belooft bij slechts 85 procent aanmelding het bod gestand te zullen doen, laat aan de dwarsliggers nauwelijks enige onderhandelingsruimte om een hoger bod aan Canon te ontfutselen. Dat analisten de map van Océ al hebben gesloten is daarom wel begrijpelijk. Océ heeft in Canon een tamelijk conservatieve medestander gevonden wiens geloof in de papieren wereld nog even ongeschonden is en die bovendien over diepe zakken beschikt. Is er een groter geluk denkbaar? ■

#### VIJFTIEN JAAR OCÉ

Jaar	Netto-			Uitst. aand. in mln	Winst aandeel in €	Ebit-marge in %	Koers ultimo in €	Beurs-waarde (€ mln)
	Omzet (€ mln)	Ebit	winst					
1995	1.280	101	49,1	65,3	0,75	9,3%	11,23	733
1996	1.838	145	76,9	79,4	1,03	7,7%	21,28	1690
1997	2.395	200	107,4	80,5	1,30	10,2%	25,07	2018
1998	2.753	245	125,5	82,0	1,53	8,9%	30,63	2510
1999	2.838	248	73,0	83,5	0,87	8,7%	16,78	1401
2000	3.224	282	148,1	84,4	1,75	8,8%	17,00	1435
2001	3.234	225	6,5	86,9	1,19	6,9%	11,27	979
2002	3.176	226	108,9	86,9	1,27	7,1%	10,50	912
2003	2.769	150	58,0	86,9	0,69	5,4%	12,15	1055
2004	2.653	118	74,6	86,9	0,88	4,5%	11,25	977
2005	2.677	111	75,4	86,9	0,89	4,1%	12,11	1052
2006	3.110	102	55,0	83,9	0,63	3,3%	12,59	1056
2007	3.098	121	77,1	84,3	0,87	3,9%	12,39	1045
2008	2.909	46	2,0	84,8	-0,01	1,6%	3,14	266
2009	2.648	-16	-48,9	84,9	-0,61	-0,6%	8,59	729